

Uppdatering: Kv2 2025

ZINZINO AB

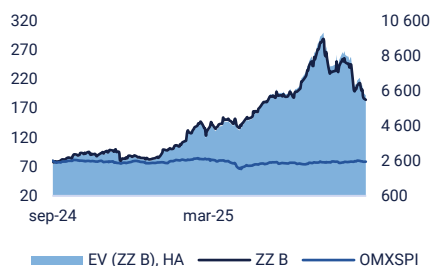
Zinzino är en global aktör inom försäljning och produktion av i huvudsak hälsokost. I dag är bolaget aktivt på över 100 marknader. Bolaget har historiskt växt snabbt till en förbättrad lönsamhet. En viktig komponent till framgången har varit distributionsmetoden direktförsäljning.

VD: Dag Pettersen
SO: Hans Jacobsson
www.zinzino.com

Bloomberg: ZZB:SS
Reuters Eikon: ZZB.ST

Lista: Nasdaq First North
Aktiekurs, senast: 188 kronor
Marknadsvärde: 6 738 MSEK

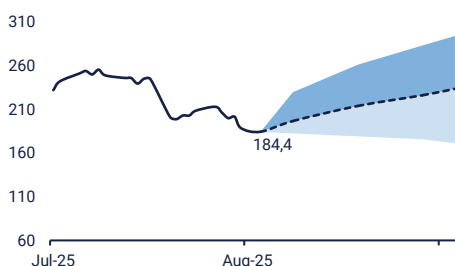
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	131	118	42	-24

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	171	234	294
Upp-/nedsida (%)	-7	27	59

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Niklas Elmhammer
Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Återkommande hög tillväxt

Rörelsemarginalen var något eftersläpande under ännu ett kvartal med rusande tillväxt (+57 procent), då exempelvis kostnaderna för att öppna nya marknader ökade. Kassaflödet var dock starkt, och expansionen på nya och befintliga marknader bådade gott för en förbättrad lönsamhet på medellång sikt genom en växande bas av abonnemang och andra återkommande intäkter. Även om marginalerna varierar mellan enskilda kvartal, ligger Zinzino före sina mål.

Expansion tyngde marginalerna under ett hektiskt kvartal

I linje med försäljningsprognosen den 3 juli rapporterade Zinzino en omsättningstillväxt på 57 % under andra kvartalet 2025. Detta drevs av en stark försäljningsutveckling i de flesta regioner, inklusive kärnmarknader som Centraleuropa och Nordamerika samt Asien-Stillahavsområdet. VD:n är hoppfull om en tillväxt på cirka 50 % för 2025, vilket ligger långt över det finansiella målet på 20 % i genomsnittlig tillväxt. För första halvåret 2025 var tillväxten 58 %, och en total omsättningstillväxt på 55 % i juli stöder denna syn.

Marginalerna under andra kvartalet 2025 var lägre än vår prognos, vilket berodde på högre rörelsekostnader än vi hade antagit. Zinzino nämner ökade kostnader i samband med förvärv och öppnandet av nya marknader, senast Kina, Nya Zeeland och Filippinerna. Dessutom påverkade icke-kontanta valutaomräkningseffekter EBITDA för kvartalet med -10,0 (-0,2) miljoner kronor. Därför var rörelsemarginalen lägre jämfört med föregående kvartal. Zinzino har dock historiskt sett lyckats omvandla "tillväxtinvesteringar" till ökad försäljning. Bruttomarginalen minskade med 3,2 procentenheter till 31,2 % jämfört med vår prognos på 31,5 %. Vi anser att detta visar att Zinzino har en rimlig balans mellan tillväxt och resultat.

"Supplements as a Service" modell stödjer utsikter

Zinzinos affärsmodell bygger på att generera en hög andel återkommande intäkter, minst 60 %, från abonnemang och återkommande kunder. Detta underlättas av att beställningarna görs online. Även om kundomsättningen är betydande genererar modellen en växande bas av återkommande intäkter och starka kassaflöden även när företaget växer. Den ger också god överskådlighet, genererar viktig data och underlättar planering och effektivitet. Som ett resultat ser vi skäl att tro att den goda tillväxten kommer att fortsätta under 2026, ytterligare understödd av förvärv samt Zinzinos inträde på nya marknader.

Stark tillväxt och operativt kassaflöde motiverar en hög värdering

Vi justerar våra estimat för något högre rörelsekostnader, bättre anpassning till bolagets prognoser och andra mindre uppdateringar av antaganden. Som ett resultat sänker vi våra EBITDA-förväntningar med cirka sex procent i genomsnitt för 2025E-2027E.

Följaktligen sänker vi basvärderingen till 234 (249) kronor per aktie. Detta motsvarar ett EV/EBIT 2026E på 20-21x. Solida tillväxtutsikter och en hög andel abonnemangsbaseade intäkter motiverar en premie jämfört med konkurrenterna.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Summa intäkter	1 443	1 766	2 208	3 362	3 846	4 201
Bruttoresultat	466	648	732	1 042	1 200	1 310
EBITDA	112	241	251	352	423	463
EBIT	87	209	220	321	392	432
EBT	89	210	219	322	395	435
VPA (SEK)	2,01	4,83	4,94	7,03	8,48	9,34
Just. VPA (SEK)	2,01	4,83	4,95	7,04	8,48	9,34
Tillväxt, nettooms.	5,2%	23,5%	25,0%	52,0%	14,4%	9,2%
EBITDA-marginal	7,8%	13,6%	11,4%	10,5%	11,0%	11,0%
EBIT-marginal	6,0%	11,8%	10,0%	9,5%	10,2%	10,3%
EV/Sales	0,5x	1,0x	1,2x	1,8x	1,6x	1,4x
EV/EBITDA	6,9x	7,4x	10,7x	17,5x	14,1x	12,5x
EV/EBIT	8,9x	8,5x	12,2x	19,2x	15,2x	13,4x
Just. P/E	12,9x	12,3x	17,1x	26,2x	21,7x	19,7x

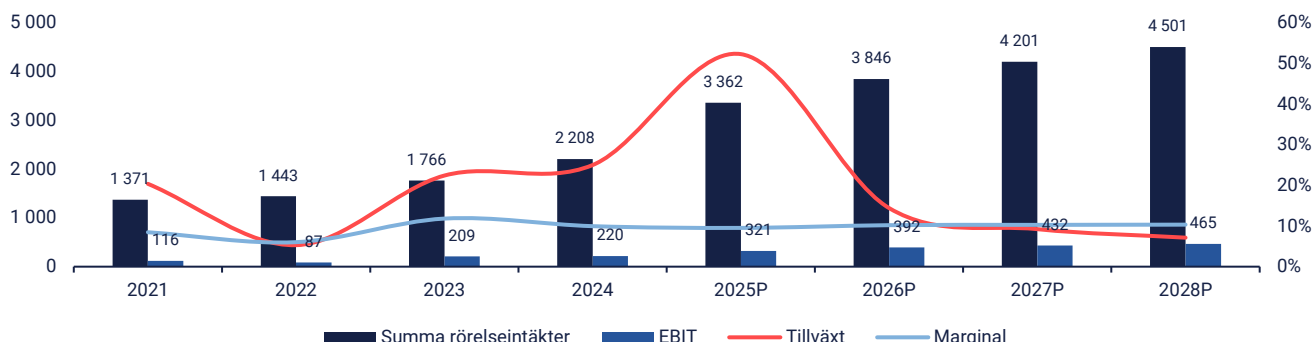
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser, värdering och risker

Stark tillväxt bör förbättra skalbarheten

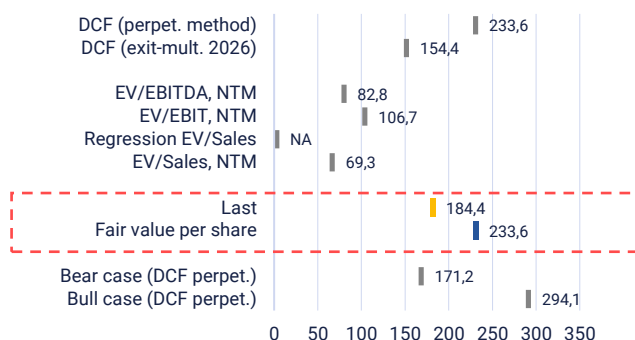
- **Påvisad tillväxtstrategi.** Under de senaste fem åren, 2019–2024 har Zinzino vuxit med 23% i genomsnitt per år. En effektiv och snabb expansion via direktförsäljning, ett utökat produkterbjudande och M&A har varit viktiga ingredienser. Parallellt har EBIT-marginalen stigit från 1,9% i 2019 till 10% i 2024. Historiken påvisar styrkan i bolagets erbjudande, affärsmodell och tillväxtstrategi. Samtidigt är skalbarheten i affärsmodellen bra då bolaget har en bra grund att växa ifrån. De tillkommande kostnaderna med tillväxt är support. Parallellt tas löpande investeringar i produktutveckling och webblösningar.
- **Potential för återhämtning i marginalerna.** Bruttomarginalen har fluktuerat från en topp på 36,7% 2023 till nuvarande nivåer på cirka 31 %. Variationen beror på prisjusteringar, geografiska förändringar i försäljningsmixen och ändringar i distributörernas ersättningsmodell. Under 2024–2025 är den starka tillväxten kopplad till högre ersättning till distributörerna. Historiskt sett har företaget vidtagit åtgärder relaterade till prissättning och ersättningsmodell, och vi förväntar oss att liknande åtgärder kommer att vidtas i framtiden, vilket bör göra det möjligt för bruttomarginalen att återhämta sig under perioder med lugnare tillväxt.
- **Nya marknader och fler distributörer.** När det gäller tillväxt är 2024 ett utmanande jämförelseår. Under 2025 förväntar vi oss dock en fortsatt etablering på nya och befintliga marknader. Det bl.a. med hjälp av ett större nätverk av distributörer som snabbt kan öka via partnerskapet med ACN och förvärven av Xelliss och Zurvita.
- **Tillväxt med skalbarhet.** Bolaget har historiskt uppvisat bra skalbarhet i verksamheten givet en effektiv säljstrategi. Vi räknar med att den geografiska expansionen initialt kommer medföra en begränsad ökning i kostnaderna och vi modellerar med god skalbarhet. Väl värt att notera är också att bolaget har hög lönsamhet jämfört med de bolag som är inkluderade i vår referensgrupp.

Summa rörelseintäkter och EBIT (MSEK), basscenario



Motiverat värde om 234 SEK per aktie beräknas för inom intervallet 171–294.

- Motiverat värde motsvarar en EV/Sales NTM om 1,9x.
- Motiverat värde motsvarar en EV/EBIT NTM om 19,6x.
- Referensgruppen handlas till EV/Sales NTM om 0,6x.
- Referensgruppen handlas till EV/EBIT NTM om 10,2x.



- **Risker och utmaningar:** Efter mycket starka år är jämförelsetalen (för 2023–2025) i termer av intäkter tuffa. Hushållens konsumtion och stämningssläge är dämpat. Det innebär att effekten av tillväxtinitiativ kan ta längre tid än väntat. Kostnadsinflation och genomförda prishöjningar ökar risken för uppsägningar av abonnemang.

Expansionskostnaderna påverkar marginalerna negativt

Rörelsekostnaderna ökade snabbare än försäljningen under andra kvartalet 2025. Bruttomarginalerna och vinsten motsvarade dock våra förväntningar och har stabiliserats under de senaste kvartalen, vilket är ett gott tecken.

Utfall vs. prognoser (MSEK)

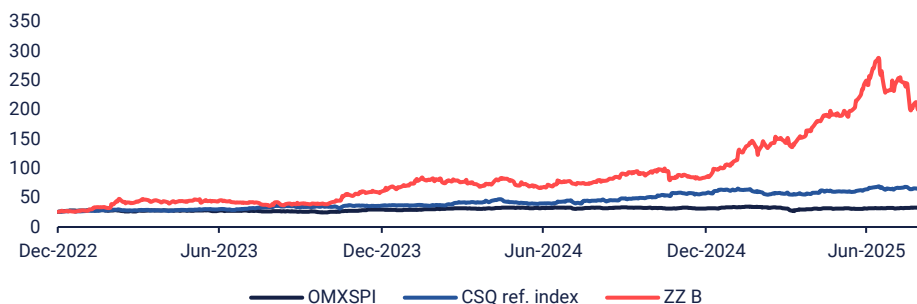
	Kv2, 25P	Kv2, 25U	Kv2, 24U	Avvikelse (%)	Tillväxt (%)
Nettoomsättning	762	755	485	-1%	56%
Totala intäkter	791	794	507	0%	57%
Bruttoresultat	249	248	174	0%	42%
Bruttomarginal	31,5%	31,2%	34,4%		
EBITDA	90	80	63	-11%	27%
EBITDA-marginal	11,3%	10,0%	12,4%		
EBIT	82	71	55	-13%	29%
EBIT-marginal	10,4%	9,0%	10,9%		
EBT	83	72	60	-13%	20%
VPA (SEK)	1,83	1,56	1,41	-15%	11%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Aktie- och värderingsutveckling

Sedan slutet på 2022 har Zinzino aktien utvecklats betydligt starkare än både CSQ referensindex och OMXSPI. Vi bedömer att en stark finansiell utveckling har varit den drivande faktorn.

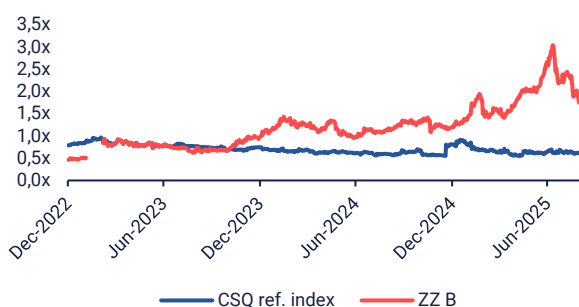
Aktiekursutveckling (Index 30 Dec. 2022 = SEK 25,9)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

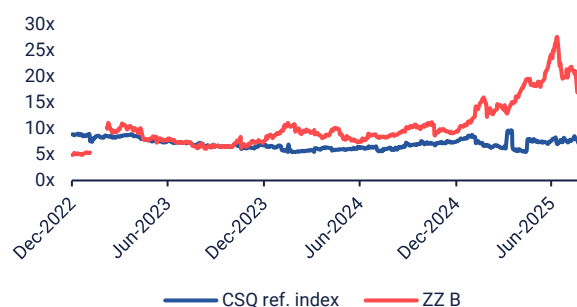
Efter kursuppgången under 2025 värderas Zinzino högre än referensgruppen både vad gäller EV/EBIT och P/E-prognosen för de kommande 12 månaderna.

EV/Sales NTM



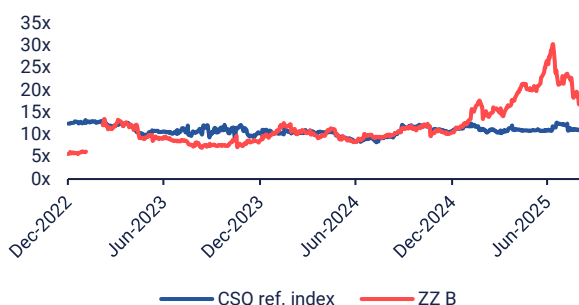
RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

EV/EBITDA NTM



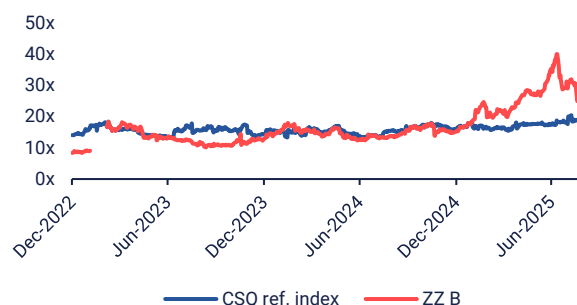
RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

EV/EBIT NTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

P/E NTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Antaganden och prognoser

Prognosjusteringar och prognoser på helårsbasis

Prognoser

	Nya			Tidigare			Justering		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Summa rörelseintäkter	3 362	3 846	4 201	3 513	3 874	4 215	-4%	-1%	0%
Bruttoresultat	1 042	1 200	1 310	1 090	1 209	1 314	-4%	-1%	0%
EBITDA	352	423	463	387	444	486	-9%	-5%	-5%
EBIT	321	392	432	356	414	454	-10%	-5%	-5%
VPA (SEK)	7,03	8,48	9,34	7,86	9,02	9,91	-10%	-6%	-6%

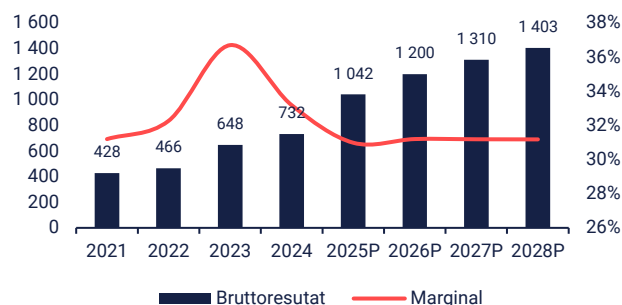
Prognoser är i MSEK. Källa: Carlsquare prognoser

Summa rörelseintäkter (MSEK) och tillväxt (%)



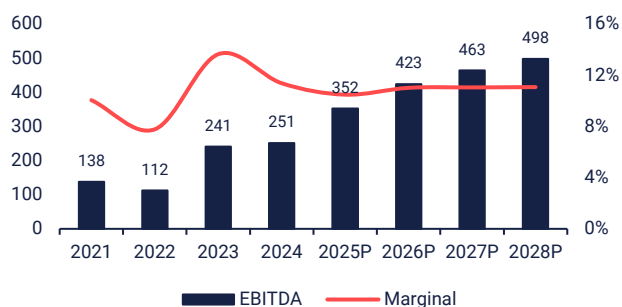
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



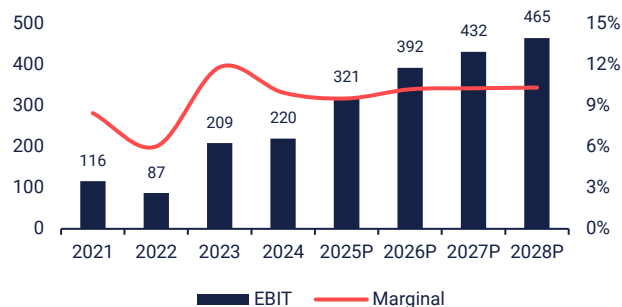
Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med kostnad sålda varor inkl. distributörskostnader. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



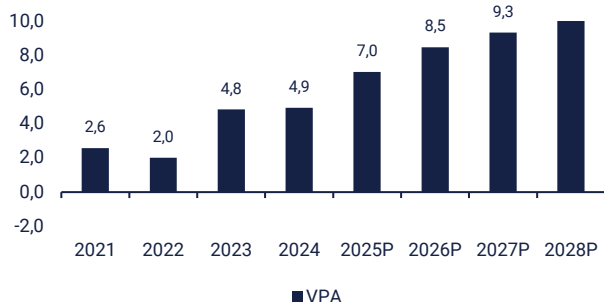
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och marginal (%)



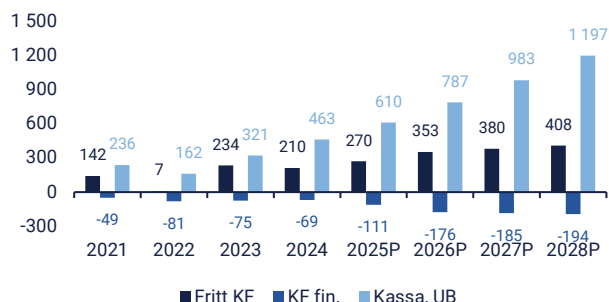
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Vinst per aktie (kr/aktie)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

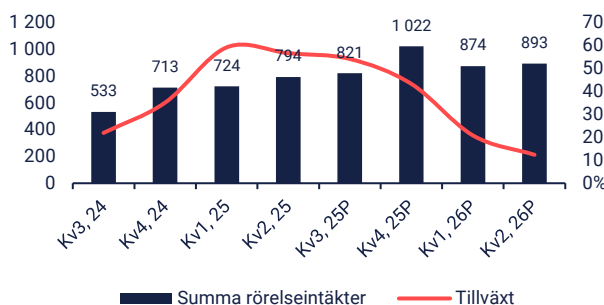
Kassaflöde och kassa (MSEK)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

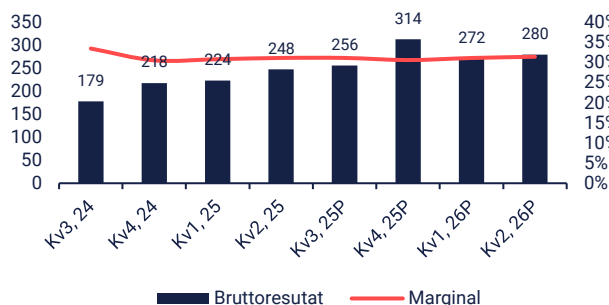
Prognoser på kvartalsbasis

Summa rörelseintäkter (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



Bruttoresultat = totala intäkter reducerat med kostnad sålda varor och distributörskostnader. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

EBITDA (MSEK) och marginal (%)



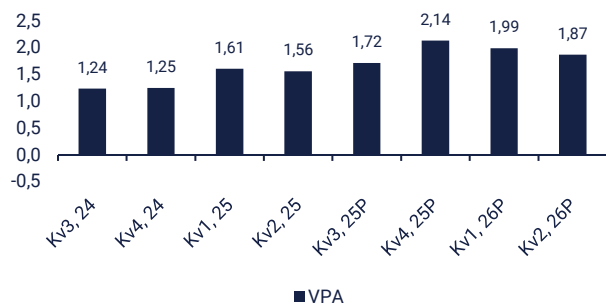
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och marginal (%)



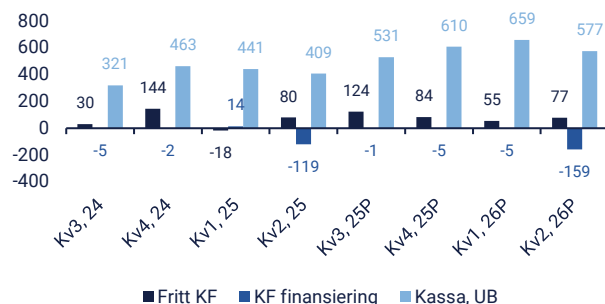
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Vinst per aktie (kr/aktie)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Kassaflöde och kassa (MSEK)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall

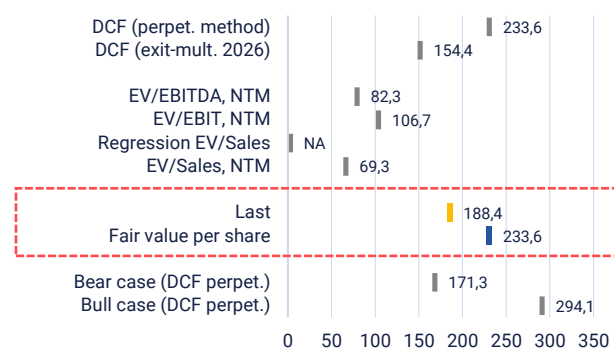
Med hjälp av en DCF-värdering beräknar vi ett verkligt värde på cirka 234 (249) kronor per aktie i ett basscenario. Justeringen beror på ökade kostnadsberäkningar. Vår värdering motsvarar ett EV/Sales NTM på 2,3x och ett EV/EBIT NTM på 22,8x. Jämförelsegruppen handlas till 0,6x respektive 9,8x.

Motiverat värde (SEK/aktie), basscenario

	Vikt	
Valuta, SEK/SEK	1,0	
Mult. val. (EV/Sales, med. NTM)	SEK	0% 69,3
Mult. val. (EV/EBIT, med. NTM)	SEK	0% 106,7
DCF-värdering	SEK	100% 233,6
Motiverat värde per aktie	SEK	233,6
Möjlig upp-/nedsida		24%
Aktier, full finansiering och utspädning	M	36,4
Aktievärde	MSEK	8 507
Kassa (senast kv)	MSEK	409
Skuld (senast kv)	MSEK	52,2
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	21
EV	MSEK	8 130

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (SEK/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2023	2024	Nuv. NTM	NTM	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
EV/Sales	1,0x	1,2x	1,8x	2,3x	2,4x	2,1x	1,9x	1,8x	1,7x
EV/EBITDA	7,4x	10,7x	16,7x	21,0x	23,1x	19,2x	17,5x	16,3x	15,4x
EV/EBIT	8,5x	12,2x	18,1x	22,8x	25,4x	20,7x	18,8x	17,5x	16,4x
Just. PE	12,3x	22,2x	24,4x	30,4x	33,2x	27,5x	25,0x	23,2x	21,7x

Källa: Carlsquare prognoser

DCF värdering

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering							
PV(UFCF)	MSEK	2 813		Disk.ränta			
PV(TV)	MSEK	5 320		Riskfri ränta	2,3%	Skattejust. ränta	7,4%
EV	MSEK	8 133		Marknadsriskprem.	5,9%	Belåning	0,0%
Nettokassa(-), kv3 24P	MSEK	-356		Storleksprem.	0,0%	WACC	8,4%
Värde, associerade bolag	MSEK	0,0		Beta	1,0x	Bolagsspecifik prem.	0,0%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	-3,0		Avkastningskrav, EK	8,2%	Disk.ränta	8,4%
Aktievärde	MSEK	8 486		Antaganden			
PV(aktiefinansiering)	MSEK	21		CAGR, 2023-33P	10,7%		
Aktievärde efter finansiering	MSEK	8507		EBITDA-marginal, 2033P	11,2%		
Utestående aktier	Milj.	36		EBIT-marginal, 2033P	10,9%		
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	0,7		Skattesats	20,6%		
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	36		Värderingsmultiplar			
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	237,3		EV/Sales, NTM	2,4x	EV/EBITDA, NTM	20,8x
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	233,6		EV/Sales, 26P	2,2x	EV/EBITDA, 26P	18,4x
Valuta	SEK/SEK	1,0		P/S, NTM	2,5x	EV/EBIT, NTM	22,7x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	237,3		P/S, 26P	2,3x	EV/EBIT, 26P	19,9x
Värde per aktie efter fin. & utspäd.	SEK	233,6		EV/Bruttores., NTM	7,2x	P/E, NTM	30,6x
Upp-/nedsida		24%		EV/Bruttores., 26P	6,8x	P/E, 26P	26,8x

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Värdering av referensgrupp

	HQ	Mcap (EURm)	EV (EURm)	CAGR	Avg. EBITDA- marg.	EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
				24-27	2025-2027	NTM	2025E	NTM	2025E	NTM	2025E	NTM	2025E
Herbalife Ltd.	US	862	2,598	-0,6%	13,5%	0,6x	0,6x	4,6x	4,7x	5,8x	6,1x	4,4x	4,7x
Nu Skin Enterprises, Inc.	US	515	577	NA	NA	0,4x	0,4x	NA	NA	6,4x	9,7x	9,0x	9,7x
USANA Health	US	498	416	NA	12,8%	0,5x	0,5x	4,2x	4,4x	8,1x	9,1x	11,7x	12,2x
Natural Grocers by Vitamin Cottage, Inc.	US	755	1,029	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Nature's Sunshine Products, Inc.	US	254	203	NA	9,7%	0,5x	0,5x	5,3x	5,4x	9,8x	10,4x	22,5x	17,2x
Lifeway Foods, Inc.	US	397	379	NA	11,8%	2,0x	2,1x	16,7x	19,3x	19,5x	23,1x	NA	NA
LifeVantage Corporation	US	141	132	NA	9,0%	0,6x	0,7x	7,7x	7,2x	9,2x	9,4x	11,7x	12,2x
NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Orkla ASA	NO	9,848	11,637	2,8%	14,5%	1,9x	1,9x	13,4x	13,0x	17,4x	17,5x	17,5x	17,9x
Aker BioMarine AS	NO	458	600	1,9%	21,7%	2,9x	3,0x	14,4x	16,1x	29,7x	39,4x	64,4x	80,5x
NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Midsona AB (publ)	SE	105	145	2,2%	7,7%	0,4x	0,4x	5,9x	6,9x	12,3x	14,9x	NA	NA
Median		507	497	1%	12%	0,6x	0,6x	6,8x	7,0x	9,8x	10,4x	11,7x	12,2x
Average		1,368	1,775	1%	13%	1,2x	1,2x	9,3x	10,1x	13,5x	16,6x	19,9x	12,3x
ZZ B (curr.)*	SE	608	584	-	-	1,9x	1,6x	16,7x	14,9x	18,1x	14,9x	24,4x	22,2x
ZZ B (CSQ)*	SE	768	734	24%	11%	2,3x	2,4x	21,0x	23,1x	22,8x	25,4x	30,4x	33,2x

Source: S&P Capital IQ and Carlsquare estimates

Värderingsintervall

I ett Bear-scenario beräknas ett värde per aktie på 171 kronor.

I ett Bull-scenario beräknas ett värde per aktie på 234 kronor.

Värderingsintervall

	BEAR	BAS	BULL
Tillväxtantaganden, intäkter			
CAGR, 2025-27	21,8%	23,9%	27,7%
CAGR, 2028-30	4,8%	6,4%	9,0%
CAGR, 2024-34	9,2%	10,8%	13,4%
Antaganden, EBITDA-marginal			
Genomsnitt, 2025-27	10,2%	10,8%	11,7%
Genomsnitt, 2028-30	9,6%	11,1%	12,2%
Genomsnitt, 2025-34	9,7%	11,0%	12,1%
2034	9,4%	11,2%	12,1%
Värde per aktie (SEK)	171,3	233,6	294,1

Källa: Carlsquare prognoser

Inflation och makro skapar osäkerhet

Makroekonomisk osäkerhet

Ökade styrräntor är temat för världens centralbanker för att motverka inflationen. Det finns viss oro i marknaden att en recension är ligger i korten. Inflation sänker hushållens köpkraft, allt annat lika. Ökar arbetslösheten kommer också hushållens köpkraft att försvagas ytterligare.

Inflation

Kostnad för sålda varor har ökat och kan komma att stiga ytterligare som en effekt av ny inflation pådrivet av bland annat högre transport- och energikostnader. Leveranstider har förlängts, främst med anledning av köbildningar vid viktiga hamnar, även i Europa. Detta kan hålla tillbaka bolagets förmåga att generera intäkter men också pressa marginalen mer än vad vi har räknat med.

Bolaget har gjort en prisjustering, vilket till viss del bör väga upp för de stigande kostnaderna. Bolaget har också påvisat förmåga att hantera inflationen väl med växande lönsamhet de senaste kvartalen. Viss osäkerhet kvarstår dock.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv3, 24	Kv4, 24	Kv1, 25	Kv2, 25	Kv3, 25P	Kv4, 25P	Kv1, 26P	Kv2, 26P
Nettoomsättning	505	671	689	755	778	961	832	847
Totala intäkter	533	713	724	794	821	1022	874	893
Bruttoresultat	179	218	224	248	256	314	272	280
EBITDA	63	73	79	80	87	107	100	94
EBIT	55	65	71	71	79	99	92	87
EBT	54	61	71	72	80	100	93	87
Vinst efter skatt	43	43	56	55	62	78	72	68
Just. Vinst efter skatt	43	43	56	55	62	78	72	68
Vinst per aktie	1,2	1,3	1,6	1,6	1,7	2,1	2,0	1,9
	Kv3, 24	Kv4, 24	Kv1, 25	Kv2, 25	Kv3, 25P	Kv4, 25P	Kv1, 26P	Kv2, 26P
Tillväxt								
Nettoomsättning	21%	35%	59%	56%	54%	43%	21%	12%
Totala intäkter	22%	35%	59%	57%	54%	43%	21%	12%
Bruttoresultat	7%	8%	39%	42%	43%	44%	21%	13%
EBITDA	-12%	2%	52%	26%	38%	46%	27%	18%
EBIT	-16%	9%	59%	28%	45%	53%	30%	21%
EBT	-21%	3%	58%	20%	48%	65%	32%	21%
Vinst efter skatt	-21%	-2%	58%	15%	45%	80%	29%	23%
	Kv3, 24	Kv4, 24	Kv1, 25	Kv2, 25	Kv3, 25P	Kv4, 25P	Kv1, 26P	Kv2, 26P
Marginaler								
Bruttomarginal	34%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
EBITDA-marginal	12%	10%	11%	10%	11%	10%	11%	11%
EBIT-marginal	10%	9%	10%	9%	10%	10%	11%	10%
EBT-marginal	10%	8%	10%	9%	10%	10%	11%	10%
Vinstmarginal	8%	6%	8%	7%	8%	8%	8%	8%
Just. Vinstmarginal	8%	6%	8%	7%	8%	8%	8%	8%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nettoomsättning	1 356	1 675	2 094	3 182	3 640	3 975	4 258	4 518
Summa intäkter	1 443	1 766	2 208	3 362	3 846	4 201	4 501	4 776
KSV	-978	-1 118	-1 475	-2 320	-2 646	-2 891	-3 098	-3 288
Bruttoresultat	466	648	732	1 042	1 200	1 310	1 403	1 489
Rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-353	-406	-482	-690	-777	-847	-906	-960
EBITDA	112	241	251	352	423	463	498	529
Av- och nedskrivningar	-25	-32	-31	-31	-31	-32	-33	-33
EBIT	87	209	220	321	392	432	465	496
Finansnetto	2	1	-1	1	3	3	4	5
EBT	89	210	219	322	395	435	469	501
Skatt	-21	-46	-50	-71	-88	-97	-104	-111
Resultat efter skatt	68	164	169	251	307	339	365	390
Summa res. hänf. till moderbolaget	76	161	173	242	307	338	365	389
VPA	2,0	4,8	4,9	7,0	8,5	9,3	10,1	10,7
VPA ef. utspädning	2,0	4,7	3,4	6,8	8,4	9,2	10,0	10,6
Aktier, UB	34	34	35	36	36	36	36	36
Aktier, AVG.	34	34	34	35	36	36	36	36
Tillväxt	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nettoomsättning	5%	24%	25%	52%	14%	9%	7%	6%
Summa intäkter	5%	22%	25%	52%	14%	9%	7%	6%
Bruttoresultat	9%	39%	13%	42%	15%	9%	7%	6%
EBITDA	-19%	115%	4%	40%	20%	10%	7%	6%
EBIT	-25%	140%	5%	46%	22%	10%	8%	7%
EBT	-22%	136%	4%	47%	23%	10%	8%	7%
Resultat efter skatt	-24%	140%	3%	48%	23%	10%	8%	7%
VPA	-20%	140%	-28%	99%	23%	10%	8%	7%
Just. VPA	-22%	140%	2%	42%	21%	10%	8%	7%
Marginaler	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Bruttomarginal	32%	37%	33%	31%	31%	31%	31%	31%
EBITDA-marginal	8%	14%	11%	10%	11%	11%	11%	11%
EBIT-marginal	6%	12%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
EBT-marginal	6%	12%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Vinstmarginal	5%	9%	8%	7%	8%	8%	8%	8%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Balansräkning (MSEK)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Summa immateriella tillg.	121	119	176	298	301	303	304	304
Summa materiella tillg.	17	15	15	19	20	21	21	21
Summa övriga anläggningstillg.	53	56	83	58	58	58	58	58
Summa anläggningstillg.	191	191	274	375	378	381	383	383
Varulager	185	195	311	442	506	552	584	629
Kundfordringar	66	76	79	152	164	182	193	201
Övriga omsättningstillg.	48	59	78	106	120	134	142	150
Likvida medel	162	321	463	610	787	983	1 197	1 423
Summa omsättningstillgångar	461	651	931	1 309	1 577	1 850	2 115	2 403
Summa tillgångar	651	842	1 205	1 684	1 955	2 232	2 498	2 786
Summa eget kapital	160	264	386	591	744	920	1 112	1 321
Avsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	68	72	62	73	73	73	73	73
Leverantörsskulder	35	50	88	121	129	145	157	163
Övriga kortfristiga skulder	401	470	672	906	1 018	1 102	1 164	1 237
Summa kortfrist. skulder	422	506	757	1 020	1 138	1 239	1 313	1 392
Summa eget kapital och skulder	651	842	1 205	1 684	1 955	2 232	2 498	2 786
Likviditet	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Balanslikviditet	1,1x	1,3x	1,2x	1,3x	1,4x	1,5x	1,6x	1,7x
Kassalikviditet	0,5x	0,8x	0,7x	0,7x	0,8x	0,9x	1,1x	1,2x
KF löpande verk./kortfristiga skulder	0,1x	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
Beläning	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	-92	-247	-393	-533	-710	-906	-1 120	-1 346
Nettoskuld(+)/nettokassa(-) exkl. leasing	-157	-318	-456	-603	-780	-976	-1 190	-1 416
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	43%	28%	18%	13%	10%	8%	7%	6%
Soliditet	25%	31%	32%	35%	38%	41%	45%	47%
Effektivitet	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
ROA	11%	22%	17%	17%	17%	16%	15%	15%
ROE	48%	76%	53%	50%	46%	41%	36%	32%
ROIC	16%	33%	28%	28%	28%	28%	29%	30%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
KF, löpande verksam. före delta RK	84	227	203	313	338	370	398	423
Delta RK	-42	19	106	35	27	23	23	18
KF, löpande verksamhet	43	246	309	348	365	393	421	441
KF, investeringsverksamhet	-35	-12	-99	-78	-13	-13	-13	-12
Fritt KF	7	234	210	270	353	380	408	429
KF, finansieringsverksamhet	-81	-75	-69	-111	-176	-185	-194	-203
Periodens kassaflöde	-74	159	142	159	177	196	214	226
Kassa, BaP	164	299	321	531	690	879	1074	1290
Kassa, SaP	162	321	463	610	787	983	1197	1423
Delta RK/Summa intäkter	-3%	1%	5%	1%	1%	1%	1%	0%
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	3%	14%	14%	10%	9%	9%	9%	9%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	38%	102%	123%	99%	86%	85%	85%	83%
KF, investeringsverksamhet/Summa intäkter	-2%	-1%	-4%	-2%	0%	0%	0%	0%
Fritt KF/EBITDA	7%	97%	84%	77%	83%	82%	82%	81%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Markus Augustsson och Niklas Elmhammer äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.